



Documento de Trabajo 07-01
Serie de Economía de la Empresa 01
Febrero 2007

Departamento de Economía de la Empresa
Universidad Carlos III de Madrid
Calle Madrid, 126
28903 Getafe (Spain)
Fax (34-91) 6249608

INFLUENCIA DE LOS BANCOS Y CAJAS COMO ACCIONISTAS Y ACREEDORES EN LA MANIPULACIÓN CONTABLE DE LAS EMPRESAS*

Jordi Surroca¹ y Josep A. Tribó²

Resumen

En este trabajo utilizamos una base de datos formada por 13247 empresas españolas para el periodo 1996-2000 y estudiamos el efecto de la presencia de instituciones financieras –bien sea como accionista o como acreedor– en las prácticas de manipulación de beneficios (*earnings management*) de las empresas. Encontramos que las instituciones financieras como accionistas estimulan las prácticas de manipulación contable en sus empresas participadas. Sin embargo, al actuar como acreedores, el efecto es el contrario. Además, al distinguir entre bancos y cajas, encontramos que los primeros promueven en menor medida que las segundas la manipulación en los beneficios en las empresas participadas. De hecho, a diferencia de las cajas, la participación de los bancos como accionistas, si además se combina con su presencia como acreedores acaba siendo desincentivadora en la adopción de prácticas de manipulación de beneficios en las empresas participadas. Por último, también hemos obtenido que al aumentar el número de instituciones financieras relacionadas con una empresa, bien sea como accionistas o acreedores, esto acaba desincentivando las manipulaciones de sus beneficios. En síntesis, la recomendación para acotar las prácticas de *earnings management* en las empresas es que debe tratarse de promover la dimensión acreedora de las instituciones financieras que participan en estas empresas, y además, se debe incentivar a las empresas a que tengan relaciones con diversas instituciones financieras.

Palabras clave: Gobierno de la empresa, Manipulación contable (*earnings management*), Participaciones bancarias, Acreedores financieros.

Área temática: G30, M14, M41

* Los autores quieren agradecer los comentarios de Diego Prior y de Juan María García Lara. A su vez, agradecemos el respaldo financiero del Ministerio de Ciencia y Tecnología (proyecto #SEC2003-03797), del Ministerio de Educación y Ciencia (proyecto # SEJ2004-07877-C02-02 y # SEJ2006-09401); y de la Comunidad de Madrid (Proyecto #s-0505/tic/000230). Las opiniones de los autores son de su entera responsabilidad.

¹ Jordi Surroca Aguilar. Profesor Visitante del Departamento de Economía de la Empresa, Universidad Carlos III de Madrid 28903 Getafe (Madrid), España. Tel.: +34-91 624 86 40 Fax: +34-91 624 96 07. jsurroca@emp.uc3m.es

² Josep A. Tribó Giné. Profesor Titular del Departamento de Economía de la Empresa, Universidad Carlos III de Madrid (28903) Getafe (Madrid), España. Tel.: +34-91 624 93 21. Fax: +34-91 624 96 07. joatribo@emp.uc3m.es

1. INTRODUCCIÓN

La cifra de beneficios contable constituye un indicador del valor de la empresa y, como tal, accionistas, inversores potenciales, analistas financieros u otros grupos de interés basan gran parte de sus decisiones financieras en dicho indicador. La magnitud de la cifra de beneficios depende, no obstante, del juicio de los directivos de la empresa. En efecto, los propios principios contables admiten cierta flexibilidad en su interpretación y, por ello, los directivos tienen discrecionalidad para reflejar ciertos tipos de transacciones en la contabilidad de la empresa. La estimación de numerosos acontecimientos futuros como la vida útil o los valores residuales de activos a largo plazo, tasas diferidas o pérdidas por deudas de dudoso cobro, requieren el juicio de los gestores. Es más, para computar las mismas transacciones económicas, también se puede elegir entre diferentes alternativas aceptadas, como en los métodos de amortización o los métodos de valoración de inventarios, por citar algunos ejemplos.

La utilización de la opinión de los directivos para la determinación de los beneficios contables no es necesariamente perjudicial para los usuarios de dicha información. De hecho, algunos autores (Healy y Wahlen, 1999) apuntan que, bajo determinadas circunstancias, esta discrecionalidad directiva a la hora de computar las transacciones económicas en la contabilidad de la empresa mejora la información contenida en los informes financieros. Así, los directivos pueden sacar ventaja de la flexibilidad de los principios contables para señalar información privada que poseen (Healy y Palepu, 1995).

El problema es que la flexibilidad inherente a los principios contables puede ser utilizada interesadamente por los directivos. En esencia, a la hora de computar las transacciones económicas que tienen lugar en la empresa, los directivos pueden seleccionar aquellos métodos que les permiten disfrutar de mayores beneficios privados. Es así cuando la flexibilidad contable da paso a la manipulación contable (o *earnings management*, en terminología anglosajona)¹, que definimos como la alteración intencionada de la cifra reportada de beneficios por parte de los internos (directivos o accionistas de control) con el propósito de ocultar la situación económica real de la empresa o para obtener ventajas en la negociación de ciertos acuerdos contractuales (Healy y Wahlen, 1999). Bajo estas circunstancias, obviamente, los beneficios contables

¹ Utilizaremos ambas palabras de forma intercambiable a lo largo del texto.

carecen del contenido informativo que se les presupone y, por extensión, decisiones financieras basadas en dicha información serán subóptimas (Yeo et al., 2002). Una consecuencia directa de dichas prácticas ha sido la progresiva pérdida de confianza de los inversores en la información contable (Lev, 2003).

Como señalan diversos autores (Beasley, 1996; Davidson III et al., 2004; Hsu y Koh, 2005; Park y Shin, 2004; Peasnell et al., 2005; Leuz et al., 2003; Yeo et al., 2002; Xie et al., 2003), la manipulación contable es una manifestación más de los problemas de agencia que caracterizan a la mayoría de organizaciones. Los internos, llámense directivos o accionistas mayoritarios, pueden utilizar el control que tienen sobre la empresa para obtener beneficios privados a costa de otros grupos de interés como accionistas minoritarios, entidades financieras o trabajadores. Claro está que los internos tienen incentivos para ocultar los beneficios privados de los que disfrutan, pues si los grupos de interés externos detectasen dichos beneficios, podrían emprender acciones correctoras. Una poderosa forma de ocultar dichos beneficios privados y enmascarar la cifra real de beneficios es la manipulación contable. La flexibilidad de los principios contables permite a los directivos exagerar los beneficios u ocultar pérdidas y así evitar la interferencia de accionistas minoritarios o acreedores. También pueden ajustar a la baja la cifra de beneficios en tiempo de bonanza para engrosar los beneficios cuando la actividad real decae. En esencia, por tanto, los internos intentan ocultar sus beneficios privados y así evitar la intervención de otros grupos de interés a través de la manipulación contable (Leuz et al., 2003).

Si contemplamos las prácticas contables fraudulentas como un tipo de coste de agencia, no es de extrañar que en los últimos tiempos hayan aparecido artículos que relacionan diversos aspectos del gobierno de la empresa con medidas de manipulación contable. Esta literatura, aún en una fase embrionaria, se ha centrado fundamentalmente en estudiar si ciertas dimensiones del gobierno de la empresa contribuyen a restringir la manipulación contable. Las dimensiones de gobierno estudiadas han sido: la composición de los consejos de administración (Beasley, 1996; Park y Shin, 2004; Peasnell et al., 2005; Xie et al., 2003); la presencia de inversores institucionales (Bushee, 1998; Rajgopal et al., 1999; Hsu y Koh, 2005; Yeo et al., 2002; González, 2006); la propiedad en manos de los directivos (Yeo et al., 2002); y la existencia e importancia de comités de auditoría independientes (Bauwhede et al., 2003; Klein, 2002; Xie et al., 2003). Con todo, de estos estudios se extrae la conclusión de que la manipulación contable será menor cuando: (i) los comités de auditoría y los consejos de

administración sean independientes; (ii) los directivos posean una pequeña parte de la propiedad de la empresa (a partir de un cierto nivel de propiedad, el atrincheramiento directivo se hace patente y, con él, la manipulación contable; y (iii) la empresa tenga grandes accionistas, pues éstos asumirán el papel de controlar a la dirección. En González (2006) se matiza este resultado y se encuentra que existe una relación no lineal en forma de U invertida entre el tamaño de la participación de los grandes accionistas y la manipulación contable.

Siguiendo esta línea de investigación, en el presente artículo damos un paso más en el estudio de las relaciones entre gobierno de la empresa y manipulación contable para estudiar en detalle el efecto que tiene un tipo particular de inversor institucional – las entidades financieras – sobre la propensión de las empresas a llevar a cabo prácticas manipuladoras del resultado. Para identificar la presencia de dichas prácticas, hemos seguido la corriente mayoritaria dentro la literatura previa sobre *earnings management* según la cual, los directivos, a través de los ajustes por devengo, tienen gran discrecionalidad a la hora de imputar determinados gastos e ingresos al resultado a lo largo del tiempo – por ejemplo, adelantando el reconocimiento de ingresos por ventas a través de ventas a crédito o retrasando el reconocimiento de pérdidas posponiendo la constitución de dotaciones de provisiones por posibles pérdidas. No obstante, los ajustes por devengo no son completamente discrecionales, sino que tienen una componente no discrecional que depende de las propias condiciones económicas de la empresa. Por ello, en este trabajo adoptamos cuatro modelos ampliamente reconocidos en la literatura para aproximar la componente discrecional de los ajustes por devengo. Son los denominados modelos de Jones (Jones, 1991), el modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995), el modelo modificado de Jones con la incorporación de la ROA (Kothari et al., 2005) y el modelo no lineal de Jones (Ball y Shivakumar, 2006). Con ello, pretendemos dar robustez a la evidencia empírica encontrada.

Con el presente estudio realizamos las siguientes aportaciones a la literatura sobre gobierno de la empresa y fiabilidad de la información contable. En primer lugar, nuestro trabajo aporta evidencia empírica de un marco institucional donde las características de la estructura de propiedad y de gobierno de la empresa difieren sustancialmente de la de los países tratados en la literatura previa. La mayoría de los estudios existentes que abordan una problemática similar a la nuestra (Bushee, 1998; Fan y Wong, 2002; Hsu y Koh, 2005; Rajgopal et al., 1999; Warfield et al., 1995; Yeo et al., 2002) están circunscritos a países (Australia, Singapur, Estados Unidos, Gran

Bretaña y Canadá) pertenecientes al modelo anglosajón de gobierno de la empresa. En nuestro caso, aportamos nueva evidencia para un contexto institucional y, por tanto, un modelo de gobierno diferente. En concreto, en este trabajo estudiamos la problemática de la manipulación contable en España, cuyo modelo de gobierno de la empresa combina rasgos de los modelos anglosajón y continental. En este contexto, dos trabajos recientes aportan algo de luz al problema. García y Gill de Albornoz (2005) encuentran en empresas cotizadas españolas que existe un efecto desincentivador de la presencia de consejeros representantes de inversores instituciones en la manipulación de los beneficios empresariales, si bien la presencia de consejeros independientes incentiva tales prácticas, lo que está en oposición con resultados de la literatura que ha estudiado este problema en países anglosajones. Por su parte, González (2006), que es el trabajo más cercano al nuestro, analiza específicamente el efecto moderador que tiene las participaciones bancarias en el grado de información de los beneficios. Hay que indicar que este autor se preocupa de posibles efectos no lineales y no estudia si existen prácticas de *earnings managements*, que es el objeto de nuestro estudio, sino si la conexión entre beneficios y rentabilidad relativa de las acciones de empresas cotizadas españolas está moderada por el montante de la participación accionarial. Además en nuestro caso explotamos la dimensión acreedora de las instituciones financieras, así como la distinción entre bancos y cajas.

Es importante indicar que estudios en países de la órbita no anglosajona tienen su interés ya que permiten observar la importancia que juegan el contexto institucional y el modelo de gobierno a la hora de explicar las prácticas de manipulación de los resultados, tal como han puesto de manifiesto Leuz et al. (2003) y Ball et al. (2000). En el modelo anglosajón de gobierno, el principal problema de agencia es vertical y se sitúa en la relación entre directivos y accionistas. Por ello, la presencia de inversores relevantes incrementará la presión sobre los directivos y amplificará el escrutinio de sus decisiones, reduciendo la posibilidad de prácticas de manipulación de los resultados (Yeo et al., 2002). En el modelo continental, por otro lado, el motivo primordial de preocupación es el conflicto de agencia – horizontal – entre accionistas mayoritarios y el resto de grupos de interés (especialmente, accionistas minoritarios y entidades financieras). Por ello, el papel que pueden jugar los inversores institucionales en la reducción de las prácticas de manipulación contable será menor. De hecho, Leuz et al. (2003) demuestran que en países pertenecientes al modelo continental de gobierno con una propiedad relativamente concentrada, poca protección de los inversores y mercados

de capitales poco desarrollados, las empresas manipulan más los resultados que las empresas pertenecientes al modelo anglosajón.

La segunda aportación de este trabajo es que a diferencia de la mayoría de estudios sobre el tema, contemplamos la posibilidad de que la identidad de los inversores, así como su número, determine diferentes incentivos frente a la manipulación. Nuestro estudio es el primero que aborda en profundidad un tipo particular de inversor institucional como son las instituciones financieras, contemplando tanto su dimensión acreedora como la distinción entre bancos y cajas así como el número de instituciones que participan en la empresa.

Finalmente, frente a otros tipos de inversores institucionales, las entidades financieras disponen de un doble canal de influencia sobre la manipulación contable, ya sea en calidad de accionistas relevantes o como acreedores de la empresa. En este trabajo, adoptamos el supuesto de que las entidades financieras como accionistas relevantes intentarán obtener beneficios privados de control y, para ello, recurren a prácticas de manipulación contables; mientras que, si se combina este papel como accionistas con el de acreedores, la expropiación a los minoritarios y las correspondientes manipulaciones contables asociadas tiene ya un coste excesivo puesto que afecta de forma directa a su riesgo crediticio, con lo que se limitará la manipulación.

Para dar cuenta de estos objetivos, hemos estructurado las páginas que siguen del siguiente modo. El siguiente apartado es teórico y contiene el desarrollo de las hipótesis. El apartado 3, describe los datos utilizados, las variables empleadas y el tratamiento de los datos seguido para el contraste de las hipótesis anteriormente formuladas. En el apartado 4 se describen los principales resultados del estudio y, en el apartado 5, resumimos las principales conclusiones que se derivan de nuestro análisis de las relaciones entre gobierno de la empresa y manipulación contable, señalando algunas implicaciones que se derivan del estudio e indicando líneas de trabajo futuras.

2. EL EFECTO DE LA PARTICIPACIÓN BANCARIA SOBRE LA MANIPULACIÓN CONTABLE

La manipulación de los resultados incluye un rango de prácticas que van desde el propio fraude, que obviamente supone una violación de los principios contables, hasta la gestión o maquillaje de los resultados, conocido habitualmente como *earnings management* (Park y Shin, 2004). Esta segunda acepción del término manipulación, que es la adoptada en este trabajo, no viola la normativa contable aceptada, pero se aprovecha de la flexibilidad inherente a los principios que sustentan dicha normativa para la alteración intencionada de los informes financieros públicos de la empresa (Healy y Wahlen, 1999). Teoh et al. (1998) subrayan que los directivos suelen incrementar (alternativamente, disminuir) los beneficios que reportan mediante la anticipación del reconocimiento de ingresos y el retraso en el reconocimiento de gastos.

Para explicar las razones que llevan a la realización de estas prácticas, Healy y Wahlen (1999) aluden a la presión ejercida por los mercados de capitales a la que responden los directivos intentando influir sobre los precios a corto plazo; a la existencia de contratos – básicamente, contratos de incentivos y contratos de deuda – ligados a partidas contables como el beneficio; y a los intentos de los directivos para sortear ciertas normas legales. En todas estas situaciones, los directivos están utilizando la manipulación contable para extraer rentas de otros grupos de interés (Peasnell et al., 2005). Aprovechando su influencia sobre el resultado contable, los directivos obtienen beneficios privados, por ejemplo, a costa de los accionistas, al aumentar artificialmente el beneficio, incrementan el montante total de sus emolumentos al tiempo que reducen la probabilidad de ser despedidos.

En este contexto, estudios recientes se han centrado en la identificación de mecanismos de gobierno que contribuyan a mitigar las prácticas de manipulación del beneficio. Así, la evidencia empírica disponible señala que, como freno a estas prácticas, son efectivos algunos mecanismos de gobierno como: la propiedad en manos de los directivos o la existencia de inversores institucionales; la presencia de comités de auditoría independientes; la realización de auditorías por parte de las grandes firmas del sector o la existencia de consejos de administración de cierta dimensión dominados por externos (Bauwhede et al., 2003; Beasley, 1996; Bushee, 1998; Fan y Wong, 2002; Hsu

y Koh, 2005; Klein, 2002; Park y Shin, 2004; Peasnell et al., 2005; Rajgopal et al., 1999; Yeo et al., 2002; Xie et al., 2003).

Es interesante destacar que los trabajos arriba mencionados investigan la asociación entre manipulación contable y gobierno de la empresa en un contexto institucional muy diferente del contexto Español, en el que circunscribimos el presente trabajo. En concreto, en estos trabajos se analiza la relación entre gobierno y manipulación en países como Australia, Singapur, Estados Unidos, Gran Bretaña y Canadá. Este hecho es importante, como ponen de manifiesto Ball et al. (2000) y Leuz et al. (2003). Apoyándose en el trabajo de La Porta et al. (1997), Leuz et al. (2003) concluyen que la combinación entre protección legal de los inversores y sistemas de gobierno de la empresa está estrechamente relacionada con el nivel de manipulación contable.

Con estos precedentes, en el presente artículo, analizamos el papel que tiene un tipo particular de inversor institucional, las entidades financieras, en el contexto institucional español, y su influencia en la adopción de estas prácticas de manipulación contable. Como se explica a continuación, el papel de los inversores institucionales, y de las entidades financieras en particular, es muy diferente en el contexto europeo al papel que juegan en el modelo anglosajón de gobierno de la empresa. Este es nuestro punto de partida para proponer unas hipótesis sobre la influencia de las instituciones financieras sobre la manipulación contable de las empresas participadas que resulta contraria a lo encontrado en la literatura previa que postula una relación negativa. Es decir, la existencia de inversores institucionales restringe las prácticas manipuladoras de sus empresas participadas.

2.1. Efecto de la participación de las entidades financieras como accionistas sobre la manipulación contable

El modelo anglosajón de gobierno de la empresa, o sistema orientado a los mercados, al que se circunscriben los estudios existentes hasta ahora presenta como principal rasgo la existencia de una distancia considerable entre inversores y empresas, actores que se relacionan de forma impersonal, generándose, a su vez, un importante conflicto de intereses entre directivos y accionistas. Resolver este conflicto requiere un adecuado funcionamiento de los mercados de capitales, que se garantiza a través de la transparencia y a partir de la existencia de un sistema legal, perteneciente al dominio del

“common law”, eficiente en la protección de los intereses de los inversores. Así, este marco legal favorable al inversor hace posible que emerjan estructuras de propiedad más dispersas y que los mercados de capitales estén más desarrollados y sean más efectivos en el control de la gestión de las empresas (La Porta et al., 1997). En este modelo de gobierno, también cabe la posibilidad de que existan grandes inversores (por ejemplo, fondos de pensiones o compañías de seguros), si bien no participarán activamente en la gestión de la empresa – más bien gestionan su cartera de inversiones en función de la rentabilidad ofrecida por las distintas compañías (Berglöf, 1997). La evidencia empírica disponible para Estados Unidos sugiere que estos importantes accionistas juegan también un papel importante en el gobierno de la empresa, aun cuando no participan activamente en la gestión de la misma, pues tienen suficientes incentivos para obtener información sobre la gestión de la compañía y supervisar a la dirección y, al mismo tiempo, disponen de derechos de control para reemplazar a los directivos en respuesta a pobres resultados (Shleifer y Vishny, 1997). Es así como la existencia de estos inversores significativos conduce a una supervisión más cercana de la dirección y ello, a su vez, restringe los grados de libertad de la dirección para manipular los resultados (Yeo et al., 2002). Estos últimos autores apuntan, aunque no lo contrastan empíricamente, que la capacidad de estos inversores significativos para supervisar a la dirección disminuye cuando éstos participan en el accionariado de las empresas a través de estructuras piramidales o holdings (Yeo et al., 2002). Este último punto sí es analizado en un trabajo reciente (Fan y Wong, 2002). Para una muestra de siete países del sureste asiático pertenecientes también al dominio del “common law”, Fan y Wong (2002) obtienen que la concentración de la propiedad, apoyada en estructuras piramidales y participaciones cruzadas, genera conflictos de agencia entre internos y externos y que, como consecuencia de ello, los internos reportan información contable para satisfacer sus propios intereses, disminuyendo así la credibilidad de la información para inversores externos.

Cuando nos alejamos de los países pertenecientes al dominio del “common law”, la protección legal de los inversores será menor y, como consecuencia, se observarán estructuras de gobierno que no supeditan la protección de los derechos a los inversores a la regulación. Este es el caso de los países cuya normativa tiene origen en el derecho francés, alemán o escandinavo. El derecho francés, al que pertenece España, es el que peor protege a los inversores, tanto accionistas como acreedores, y el que peor garantiza el cumplimiento y aplicación de las normas legales. Es así como la concentración de la

propiedad se concibe como una alternativa a la regulación para proteger los intereses de los inversores (La Porta et al., 1997). En virtud de su participación en la propiedad, estos inversores tendrán los incentivos y el poder necesario para controlar de cerca la gestión, lo que tendrá un efecto positivo sobre el valor de la empresa. No obstante, en la medida que dichos inversores relevantes participen en la gestión, y sus representantes forman parte de los consejos de administración de las empresas, su presencia puede tener importantes costes, pues sus intereses no coinciden con los intereses de accionistas minoritarios, acreedores, empleados o directivos (Shleifer y Vishny, 1997). De este modo, en el ejercicio de su poder para hacer máxima su propia riqueza, los inversores relevantes pueden redistribuir la riqueza que correspondería al resto de grupos de interés, lo que supone una ineficiencia del sistema continental de gobierno. De hecho, como apunta Berglöf (1997), el principal problema de agencia que se establece en estos contextos institucionales es entre los internos (directivos y accionistas de referencia) y los externos (accionistas minoritarios y otros grupos de interés). En este mismo sentido, Crespí y García-Cestona (2002) apuntan que la mayor implicación de grandes accionistas en el gobierno de la empresa europea ha desplazado el problema de control y supervisión de la gestión de la empresa hacia el comportamiento de los accionistas o grupos de control mayoritarios, que a su vez detentan el poder en los órganos de gestión de la empresa.

El modelo español de gobierno es relativamente similar al que domina en los países del centro y sur de Europa. Su sistema legal, influenciado por el derecho francés, confiere poca protección a los inversores, lo que explica el elevado grado de concentración accionarial (Salas, 2002). Sin embargo, aunque se constata una elevada concentración accionarial de las empresas, ésta es ligeramente inferior a la experimentada por la mayoría de países europeos (Crespí y García-Cestona, 2001). En cualquier caso, el control efectivo de las empresas está en manos de accionistas significativos, sin que pueda hablarse de separación entre propiedad y control. Esto significa que el conflicto de interés al que se debe prestar más atención es al que puede producirse entre los accionistas de control y los accionistas minoritarios, dando lugar a rentas de control injustificadas (Salas, 2002).

En este contexto de extracción de rentas de los accionistas minoritarios por parte de los accionistas significativos se debe situar el estudio del efecto de la presencia accionarial de las entidades financieras para las empresas participadas. Así, Giner y Salas (1997) observan que la q de Tobin es menor en aquellas empresas en que

participan entidades financieras en su accionariado, resultado que puede estar indicando que las entidades financieras cobran unos tipos de interés más elevados por la deuda que proveen a las empresas. Esta interpretación de los resultados de Giner y Salas (1997) obtiene apoyo empírico en el trabajo de Cuervo-Cazurra (1999). Este autor detecta que la presencia de un banco entre los tres principales accionistas de la empresa está positivamente relacionada con el nivel de endeudamiento de la empresa y negativamente con los resultados; evidencia que sugiere la existencia de conflictos de intereses entre bancos y resto de inversores financieros de la empresa. Esta misma evidencia ha sido encontrada para empresas japonesas (Weinstein y Yafeh, 1998).

De la evidencia anterior se deduce, por tanto, que los accionistas significativos (internos), y dentro de ellos las entidades financieras, disfrutan a veces de beneficios privados del control a costa del resto de grupos de interés (externos). En esta línea, Casasola y Tribó (2004) muestran el efecto expropiador de los bancos como grandes accionistas para una muestra de empresas españolas. Este efecto es particularmente importante si el principal accionista es un banco en lugar de otro tipo de accionista. Sin duda, una consecuencia razonable es que los internos tratarán de ocultar dichos beneficios para que los externos no lo detecten y tomen medidas disciplinarias (Shleifer y Vishny, 1997). Además, si los accionistas significativos controlan efectivamente la empresa, también disponen de capacidad de control sobre la producción de información contable. Por extensión, en su afán por ocultar sus beneficios privados, los internos tendrán incentivos en manipular el verdadero resultado de la empresa. Es decir, que la manipulación del resultado forma parte de la estrategia de expropiación de las instituciones financieras.

Por último, cabe incorporar en este análisis un último matiz que está asociado al número de instituciones financieras que participan accionarialmente en una empresa. Al incrementarse este número, la literatura (Gomes y Novaes, 2005) describe que emerge un efecto negociador –*bargaining effect*– que limita las estrategias expropiadoras de los minoritarios. Este efecto se explica por las mayores dificultades en alcanzar acuerdos por parte de accionistas cuando se incrementa el número de agentes con los que se debe de negociar. Esto, en última instancia, bloquea las diversas iniciativas de expropiación, lo que se traducirá en unos menores incentivos para la manipulación de los beneficios. De ahí que propongamos como nuestra primera hipótesis:

Hipótesis 1: *La participación de las entidades financieras como accionistas incentiva la manipulación del resultado contable de las empresas participadas. Sin embargo, el número de instituciones financieras que participan desincentiva estas prácticas.*

2.2. Efecto de la participación de las entidades financieras como acreedores sobre la manipulación contable

Es extensa la literatura que estudia la financiación relacional y, en particular, el papel que tiene la participación de las entidades financieras como acreedores en el gobierno de la empresa. Este sistema relacional centrado en los bancos puede ser una forma adecuada de canalización del ahorro privado hacia las oportunidades rentables de inversión cuando el sistema legal no funciona eficientemente, como ocurre en los sistemas legales heredados del derecho francés – caso de España –, o cuando el mercado de activos financieros carece de niveles adecuados de transparencia. También es un sistema adecuado cuando existe incertidumbre sobre la viabilidad de los proyectos, y es necesaria una cierta flexibilidad y visión a largo plazo por parte de los proveedores de capital (Petersen y Rajan, 1994). El buen funcionamiento de este sistema de financiación está apoyado en dos pilares. Primero, la entidad financiera realiza una estrecha tarea de supervisión y recolección de información en el transcurso de su relación con la empresa. Ello, a su vez, tiene un efecto positivo en la medida que la entidad financiera facilitará a la empresa el acceso a recursos con que acometer proyectos que no obtendrían financiación fuera de este modelo relacional ya que otro tipo de inversores no podrían evaluar adecuadamente los proyectos. El segundo pilar tiene que ver con el monopolio de la información generada durante la relación crediticia. En esencia, la financiación relacional precisa que la información generada a lo largo de la relación entre acreedor y empresa sea propiedad del primero y no resulte observable ni transferible a terceras partes. Bajo esta premisa, el acreedor dispone de una posición de monopolio informativo que le será de utilidad para compensar en el futuro las pérdidas incurridas en las etapas iniciales.

El estudio empírico de las consecuencias de la financiación bancaria ha revelado que, a pesar del riesgo de abuso del poder del monopolio informativo por parte de las instituciones financieras (Weinstein y Yafeh, 1998), la financiación bancaria es un

instrumento de gobierno efectivo. La deuda bancaria, a diferencia de otro tipo de endeudamiento, lleva asociado el papel supervisor ejercido por las entidades financieras. Buena prueba de ello son los resultados obtenidos por James y Wier (1987) para Estados Unidos. En dicho trabajo, los autores observan que el mercado de capitales reacciona más positivamente a anuncios de endeudamiento bancario que a empréstitos. Arrondo (2003) y González (1997) han obtenido los mismos resultados para España.

Por tanto, si financiación bancaria implica una mayor supervisión por parte de las entidades financieras, los internos tendrán menores posibilidades de realizar prácticas de manipulación de los resultados contables. Si bien es cierto, no obstante, que la literatura sobre *earnings management* ha apuntado que las empresas sujetas a restricciones financieras o aquellas empresas que atraviesan dificultades económicas tienen un poderoso incentivo a inflar sus beneficios, pues revelar sus problemas reales podría conducirlos a una violación del contrato de deuda (Healy y Wahlen, 1999). Teniendo en cuenta estos dos posibles efectos de la deuda, Park y Shin (2004) concluyen que el efecto supervisión acaba dominando y que, por tanto, la financiación bancaria reduce las prácticas de manipulación contable. La evidencia presentada por Hsu y Koh (2005) da soporte al papel supervisor de la deuda, del mismo modo que Fan y Wong (2002), obtienen que el endeudamiento tiende a mejorar la calidad informativa de los resultados; mientras que el endeudamiento no tiene efecto sobre las medidas de manipulación en Peasnell et al. (2005).

Es preciso apuntar, por último, que en la medida que existan diversas instituciones financieras, el anterior efecto negativo asociado al abuso de la posición dominante por parte de las instituciones financieras se verá reducido y con ello el riesgo crediticio de las empresas, con lo que éstas van a tener menos incentivos a manipular los beneficios. Esto nos lleva a formular la segunda de nuestras hipótesis:

Hipótesis 2: La presencia de las entidades financieras como acreedores desincentiva las prácticas de manipulación del resultado contable en las empresas participadas. Además, esperamos que este efecto desincentivador sea más fuerte cuando existan diversas instituciones financieras.

2.3. Efecto de la participación de las entidades financieras como accionistas y acreedores sobre la manipulación contable

El contexto institucional europeo es propicio para que las entidades financieras ejerzan un doble papel en la empresa como acreedores y accionistas de referencia (Franks y Mayer, 1997; Kroszner y Strahan, 2001). De hecho, tal como señala Puri (1996), el mercado de capitales interpreta la decisión de un banco de participar en la propiedad de la empresa como una señal de la información privada que ha acumulado como acreedor.

Varios argumentos justifican que este doble rol de las entidades financieras tiene un efecto positivo sobre el valor de la empresa, a través de mejorar su gobierno.

En primer lugar, como poseedoras de los derechos de propiedad y control, las entidades financieras mejoran sus incentivos para ejercer una vigilancia exhaustiva de la gestión de la empresa (Asquith et al., 1994). Operando exclusivamente como acreedores, las mejoras de gobierno derivadas de su actuación servirían para asegurarse la devolución del principal y la remuneración fijada contractualmente (que no depende del resultado). Como accionistas significativos y acreedores a la vez, las mejoras de gobierno seguidas por mejoras en la gestión, acabarían generando mayores resultados que serán repartidos acorde con la distribución de los derechos sobre la renta residual, siendo las entidades financieras uno de los grupos más beneficiados por su participación significativa.

En segundo lugar, la participación accionarial de las entidades financieras puede contribuir a generar valor a largo plazo cuando la empresa pasa por dificultades financieras (Berlin *et al.*, 1996). Al estar en peligro la supervivencia de la empresa, las entidades financieras pueden acceder a renegociar la deuda y convertirla en capital, pasando a ser accionistas importantes. Al tomar esta decisión, la entidad financiera también exigirá al resto de acreedores que renegocien su deuda. Pero todo este proceso de reordenación del pasivo de la empresa sólo tendrá lugar cuando la entidad financiera identifique oportunidades de negocio a largo plazo. Así, el papel combinado de accionista y acreedores reduce la ineficiencia de la liquidación de empresas con potencial futuro de creación de valor.

En tercer lugar, si previamente se ha argumentado que los accionistas relevantes tienden a coludir con los directivos para expropiar a los externos, desde el momento que

la entidad financiera combina el papel de interno (accionista relevante) y externo (acreedor), ésta reducirá sus incentivos a expropiar al resto de grupos de interés.

Por tanto, los bancos al combinar su condición de accionistas con la de acreedores, no sólo tienen los máximos incentivos para supervisar la gerencia, sino que tienen menos incentivos en expropiar a los minoritarios ya que internalizan en mayor medida los costes de esta expropiación. La razón es que si implementan estas prácticas, acaban afectando al valor total de la empresa, con lo que disminuyen las probabilidades de cobrar sus créditos. Es decir, que el conflicto que surge entre el banco accionista y el banco acreedor acaba protegiendo a los minoritarios y reduce las prácticas expropiadoras lo que, en el contexto que estamos analizando, hace menos necesario el enmascarar estas prácticas a través de la manipulación contable. Por tanto, nuestra tercera hipótesis se enuncia como sigue:

Hipótesis 3: La participación de las entidades financieras como accionistas y acreedores tiene un menor efecto en la manipulación del resultado en comparación con el caso en que las instituciones financieras sean exclusivamente propietarias

2.4. Diferencias entre cajas de ahorros y bancos

Una de las particularidades del sistema financiero español es la fuerte presencia de las cajas de ahorros, entidades que presentan importantes peculiaridades, tanto en su forma jurídica como en su estructura de gobierno, frente a lo que muestran los bancos privados o las cooperativas de crédito, los otros dos actores de la banca en España. También presentan diferencias notorias en términos de los segmentos de negocio en los que se han especializado.

En términos del negocio bancario, las cajas están legitimadas, especialmente desde que se equiparó su actividad financiera a la de los bancos, para adoptar aquellas decisiones en su actividad de intermediación que les permitan conseguir la máxima eficiencia económica. Así, las cajas de ahorros están también sujetas a la disciplina de los mercados de depósitos y créditos, en los que han tenido gran éxito. Como se desprende del estudio realizado por Analistas Financieros Internacionales (2003), las cajas de ahorros en los últimos tiempos han ido capturando clientes de la banca privada,

mejorando así progresivamente sus cuotas de mercado. Sin embargo, a la hora de explicar esta mejora de la posición competitiva, resulta pertinente la identificación de los segmentos de negocio en los que las cajas han usurpado cuota de mercado a los bancos. Así, es interesante destacar como prácticamente todas las cajas de ahorros pertenecen, junto con la banca regional, al segmento minorista. Es en dicho segmento de negocio donde estas singulares entidades financieras han ganado una importante cuota de mercado. Esto confirma la presencia de un importante grado de especialización productiva.

A pesar de su especialización en el segmento minorista, es pertinente analizar la contribución de las cajas de ahorros a la financiación de las empresas. Esta contribución se ha canalizado a través de su actividad crediticia y a través de la adquisición de capital de ciertas empresas. En la primera vertiente, y debido a sus objetivos fundacionales y propósito social, estas instituciones juegan un papel importante en la captación de depósitos y la concesión de créditos preferentemente a pequeñas y medianas empresas que no disponen, o tienen muy limitadas, el acceso a otras alternativas de financiación, como los mercados de valores. Aparte del crédito, las cajas contribuyen a la financiación de las empresas a través de su toma de posición en el capital de las empresas, reduciendo su tradicional papel en la renta fija privada (herencia de la época en que estas entidades estaban sujetas a elevados coeficientes de inversión obligatoria).

A estas características operativas se unen unas características institucionales muy singulares. Las cajas son fundaciones de naturaleza privada (o fundación-empresa) y como a tales se les atribuye la función social de destinar parte de sus beneficios a la realización de actividades que repercutan en el bienestar de la comunidad donde están presentes. Además, aunque las cajas son entidades sometidas al derecho privado, en ellas confluyen diferentes grupos de interés o stakeholders, incluidas las administraciones públicas. El hecho de que, por un lado, dispongan de una misión amplia para sus directivos y, por otra, que en sus órganos de gobierno estén representados diferentes grupos de interesados confieren a las cajas un estatus de organización orientadas a los interesados (Crespí et al., 2004). En determinadas ocasiones, ciertos grupos de interés han acumulado una proporción importante de los votos en los órganos de gobierno de las cajas (asamblea general, consejo de dirección y comisión de control). En efecto, García-Cestona y Surroca (2006) identifican dos estructuras de propiedad alternativas en el sector de las cajas de ahorro. El primer tipo de estructura está dominada por las administraciones públicas, mientras que el segundo,

asigna el control a los internos, directivos y trabajadores. La estructura de propiedad, argumentan estos autores, tiene incidencia sobre el comportamiento de los directivos de las cajas: los directivos sesgarán la actuación de las cajas hacia la consecución de los objetivos de aquellos grupos sobrerrepresentados en los órganos de gobierno como un mecanismo para proteger sus propios puestos de trabajo. Este hecho, combinado con los resultados de Crespi et al. (2004) según los cuales la rotación de los máximos ejecutivos de las cajas tiene lugar preferentemente cuando hay un cambio en la composición de la estructura de propiedad (por ejemplo, mediante fusiones entre cajas o cambios en el ciclo político), sugieren la existencia de una estrategia importante de atrincheramiento directivo.

Por tanto, combinando la falta de especialización productiva de las cajas en el segmento de la banca de inversión con la estrategia de sus directivos para atrincherarse en su puesto de trabajo extrayendo rentas de diferentes grupos de interés para otorgarlas a los grupos sobrerrepresentados en los órganos de gobierno de estas entidades financieras, nos conducen a la conclusión de que las cajas de ahorros intentarán extraer también rentas en las empresas en las que participan y que dicha extracción de rentas será superior a la de los bancos. En este contexto, si una forma de esconder dicha extracción de rentas al resto de grupos de interés (externos) es, como se ha argumentado en apartados previos, a través de la manipulación contable, esperaremos que las cajas tendrán mayores incentivos en la realización de prácticas de maquillaje de los resultados en sus empresas participadas en comparación con los bancos.

Por otra parte, las propias cajas de ahorros realizan ellas mismas más manipulación contable que la banca privada (Salas, 1999). Para el caso de prácticas de manipulación de los resultados en el sector de las cajas de ahorros, Saurina (1999) argumenta que el alisamiento de beneficios se produce en este tipo de entidad por la inexistencia de unos accionistas a los que rendir cuentas. Además, las cajas tienen otro incentivo claro a ajustar al alza sus niveles reportados de beneficio para presentarse delante de la sociedad como entidades solventes y, en la medida que la cifra dedicada a obra social está determinada como un porcentaje de la los beneficios contables, socialmente comprometida (Blasco y Pelegrín, 2005). Por tanto, es de esperar que las cajas extiendan estas prácticas de *earnings management* a sus empresas participadas, entre otras cosas porque de esta forma tendrán más grados de libertad con los que poder manipular sus resultados consolidados al incorporar los activos en los que participen accionarialmente.

Los anteriores argumentos nos sirven para proponer la siguiente hipótesis:

Hipótesis 4: La participación de las cajas de ahorros como accionistas y/o acreedores tendrá en efecto comparativamente mayor que los bancos privados sobre la manipulación de los resultados contables de las empresas participadas.

3. Análisis Empírico

3.1/ Datos

La base de datos que utilizamos para realizar este estudio es la base SABI que está confeccionada y mantenida por Bureau van Dijk (BvD) a partir de información contable que suministran las empresas al Registro Mercantil. Para realizar nuestro estudio contamos con información financiera detallada, que también incluye las características de la estructura de propiedad de empresas manufactureras españolas. La base inicial sobre la que trabajamos para computar los ajustes por devengo, que tal como comentaremos más adelante es nuestra proxy de *earnings management*, está formada por 17898 empresas españolas con la forma societaria de Sociedad Anónima para el periodo 1996-2000. Esta base inicial se ve reducida en su número cuando realizamos el estudio de los determinantes de los *earnings managements*, ya que en este caso se precisa de información sobre la estructura de propiedad, lo que reduce la muestra, después de aplicar una serie de filtros de regularización ² a 13247 empresas. De estas empresas hay 386 observaciones en las que aparece una institución financiera como accionista, las cuales tienen una participación media del 25.8% (ver Tabla 2), siendo 1.3 el número medio de instituciones financieras presentes por empresa.

3.2/ Variables

A/ Los ajustes por devengo

La variable central que pretendemos explicar es la de manipulación de los beneficios. Para aproximar esta variable, utilizamos como referencia los ajustes por devengo discrecionales -*discretionary accruals*- (Healy y Wahlen, 1999). Para calcular estos ajustes, se precisa, en primer lugar, computar los ajustes de devengo totales (ADT), tal

² Estos filtros de regularización simplemente eliminan aquellas empresas que tengan deudas, empleados ventas e inmovilizados negativos. A su vez, precisamos que exista no sólo información de la participación de los accionistas mayoritarios, sino también sobre el tipo de accionista (si es institución financiera o no).

como son descritos en la literatura (Jones, 1991; Dechow *et al.*, 1995). Para ello, utilizamos información contable presente en los balances de las empresas, y aplicamos la siguiente expresión:

$$ADT = (\Delta ACTLIQ - \Delta CASH) - (\Delta PASLIQ - \Delta DEUDACP) - DEPREC \quad [1]$$

Donde $\Delta ACTLIQ$ representan las variaciones en el activo líquido, $\Delta CASH$ son las variaciones de tesorería, $\Delta PASLIQ$ son las variaciones en el pasivo líquido, $\Delta DEUDACP$ son las variaciones en la deuda a corto plazo, y $DEPREC$ corresponden a las depreciaciones del inmovilizado material.

Una vez calculados los ADT, utilizaremos diversos modelos de predicción de éstos basados tanto en características externas de la empresa tales como la estructura del sector, el momento del ciclo, así como en características internas de la empresa tales como la proporción de activos tangibles o el crecimiento de la empresa. Esto nos va a permitir obtener los ajustes por devengo no discrecionales (ADND), que serían el nivel esperado de ADT teniendo en cuenta estas características. La diferencia entre los ADT y los ADND, serían los ajustes por devengo no esperados o ajustes por devengo discrecionales (ADD), que se asociarían a la manipulación de los beneficios llevada a cabo por la gerencia.

En este trabajo vamos a utilizar 4 modelos para computar los ADD. Estos son: 1) el modelo de Jones (1991); 2) el modelo modificado de Jones (Dechow *et al.*, 1995), 3) el modelo modificado de Jones que incorpora la *ROA* (Kothari *et al.*, 2005), y 4) el modelo no lineal de Jones (Ball and Shivakumar, 2006).

El modelo de Jones regresa los ADT en función de dos variables: la primera corresponde a las variaciones en las ventas ($\Delta Ventas$), que es la fuente natural de ajustes por devengo de circulante o a corto plazo (Garcia y Gill de Albornoz, 2005). La segunda variable es el inmovilizado material bruto (*Inmovil_Material*), la cual es una medida del gasto no discrecional asociado a las amortizaciones, que es la principal componente de los ajustes por devengo a largo plazo. A su vez, y siguiendo la aproximación estándar en esta literatura, deflactamos las variables por los activos totales en el periodo anterior con objeto de reducir los problemas de heteroscedasticidad, Es decir, estimamos la siguiente regresión para las diversas empresas i que pertenecen al sector I y año t :

$$\frac{ADT_{it}}{A_{it-1}} = \hat{a}_{it}^J + \hat{b}_{it}^J \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{g}_{it}^J \left(\frac{\Delta Ventas_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{d}_{it}^J \left(\frac{Inmovil_Material_{it}}{A_{it-1}} \right) + e_{it} \quad [2]$$

Donde A_{t-1} son los activos totales de la empresa en el periodo t-1 (el superíndice J significa modelo de Jones).

A diferencia de la propuesta original de Jones, que realiza la estimación de [2] utilizando la serie temporal por empresa lo más larga posible, en este trabajo, teniendo en cuenta las características de nuestro panel, hemos optado por seguir el trabajo de DeFond y Jiambalvo (1994), y estimar el modelo [2] utilizando datos de corte transversal distribuidos por sector (1 dígito de la clasificación CNAE93) y por año. La literatura más reciente (Gaver *et al.*, 1995; Peasnell *et al.*, 2000), muestra que la estimación de sección cruzada da mejores resultados al permitir la variabilidad de los coeficientes a lo largo del tiempo, a diferencia de la estimación de serie temporal por empresa. Seguiremos, por tanto, esta estrategia en todos los modelos.

Siguiendo con el proceso de cálculo, una vez hemos estimado la ecuación [2], y hemos computado los parámetros $(\hat{a}_t^J, \hat{b}_t^J, \hat{g}_t^J, \hat{d}_t^J)$ para cada sector I y año t, calculamos los ADD, nuestra proxy para la manipulación contable, para la empresa i del sector I en el año t de la siguiente forma:

$$\frac{ADD_{it}}{A_{it-1}} = \frac{ADT_{it}}{A_{it-1}} - (\hat{a}_t^J + \hat{b}_t^J \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{g}_t^J \left(\frac{\Delta Ventas_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{d}_t^J \left(\frac{Inmovil_Material_{it}}{A_{it-1}} \right)) \quad [3]$$

Un supuesto implícito en el modelo del Jones es que los ingresos no son discrecionales. Este supuesto ha sido cuestionado por diversos autores como Dechow *et al.* (1995) ya que los gerentes pueden alterar la secuencia de los mismos a través de ajustes contables basados en, por ejemplo, anticipar las ventas (este hecho se vería reflejado en un incremento en la partida de deudores). Esta circunstancia llevó a Dechow *et al.* (1995) a proponer que en el computo de los ADND, se utilizasen los coeficientes obtenidos en el modelo de Jones $(\hat{a}_t^J, \hat{b}_t^J, \hat{g}_t^J, \hat{d}_t^J)$, pero en lugar de multiplicar \hat{g}_t^J por las variaciones en las ventas, se detrajese de éstas las variaciones en la cuenta de deudores netos entre el periodo t y t-1 ($\Delta Deudores_Netos$). Es decir, que los ADD según este modelo quedarían:

$$\frac{ADD_{it}}{A_{it-1}} = \frac{ADT_{it}}{A_{it-1}} - (\hat{a}_t^J + \hat{b}_t^J \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{g}_t^J \left(\frac{(\Delta Ventas - \Delta Deudores)_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{d}_t^J \left(\frac{Inmovil_Material_{it}}{A_{it-1}} \right)) \quad [4]$$

El tercer modelo, propuesto por Kothari *et al* (2005), pretende corregir los posibles problemas de sesgo en el cómputo de los ADT que pueden surgir como consecuencia de la gestión intensa de las ventas en empresas de alto crecimiento. Para ello, Kothari *et al.* (2005) proponen como alternativa incorporar un término adicional de rentabilidad económica (ROA), bien sea contemporánea o retrasada un periodo, en la especificación de Jones. Esto constituye el modelo modificado de Jones con ROA. Es decir, que la especificación a estimar para la empresa i que pertenece al sector I en el año t sería:

$$\frac{ADT_{it}}{A_{it-1}} = \hat{\mathbf{a}}_{it}^K + \hat{\mathbf{b}}_{it}^K \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\mathbf{g}}_{it}^K \left(\frac{\Delta Ventas_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\mathbf{d}}_{it}^K \left(\frac{Inmovil - Material_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\mathbf{e}}_{it}^K ROA_{it} + \mathbf{n}_{it} \quad [5]$$

Donde los ADD se computan siguiendo la misma lógica anterior como la diferencia entre los ADT y los ADND obtenidos como el valor esperado de la especificación [5].

El ultimo modelo que contemplamos, toma como referencia un reciente trabajo de Ball y Shivakumar (2006). Estos autores identifican una fuente adicional de mala especificación en los modelos del tipo Jones, que está relacionada con el comportamiento asimétrico que se observa en las empresas en su reconocimiento de ganancias, por un lado, y pérdidas, por el otro. En general las empresas muestran elevadas reticencias en el reconocimiento de las pérdidas, lo que sugiere que la relación entre los ADT y el cash-flow no es lineal. La propuesta de Ball y Shivakumar (2006) es incorporar en la especificación *à la Jones* una serie de términos que dependen del cash-flow de una forma truncada (así se rompe la linealidad). En concreto, la especificación que consideran es la siguiente:

$$\begin{aligned} \frac{ADT_{it}}{A_{it-1}} = & \hat{\mathbf{a}}_{it}^B + \hat{\mathbf{b}}_{it}^B \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\mathbf{g}}_{it}^B \left(\frac{\Delta Ventas_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\mathbf{d}}_{it}^B \left(\frac{Inmovil - Material_{it}}{A_{it-1}} \right) + \\ & + \mathbf{e}_{it}^B (Var)_{it} + \mathbf{j}_{it}^B (dummyVar)_{it} + \mathbf{h}_{it}^B (Var) \times (dummyVar)_{it} + \mathbf{m}_{it} \end{aligned} \quad [6]$$

Donde *Var* es una proxy de ganancia o pérdida del cash-flow respecto a una referencia. En el artículo de Ball and Shivakumar, 2006 hay diversas posibles referencias para definir esta variable. Una de ellas, que es la que consideramos en este trabajo, es la diferencia entre el cash-flow de la empresa y el del sector correspondiente en el año de la observación. Por otra parte, *dummyVar* es una variable dicotómica que vale 1 si *Var* es negativa, y 0 en los otros casos.

Una vez estimada la especificación [6] para cada uno de los 10 sectores CNAE93 a 1 dígito y de los 5 años de la muestra, se hallan los ADND como el valor esperado que resulta de suponer nulo el término de error, y a partir de la diferencia de ADT y ADND, se puede hallar los ADD.

Por tanto, tenemos cuatro medidas de manipulación contable de los beneficios, cuya distribución por sector se presenta a continuación:

[INSERTAR TABLA 1 AQUÍ]

B/ Las variables explicativas

Una vez caracterizada la variable dependiente que aproxima la manipulación de los beneficios, a continuación definimos el conjunto de variables independientes.

Variables de estructura de propiedad

Prop_InstFin es la propiedad en manos de bancos y cajas. Esta variable la descompondremos en diversas con objeto de discriminar entre bancos y cajas así como entre instituciones financieras propietarias y acreedoras e instituciones financieras que sólo son propietarias. Con tal objeto definimos las variables *Prop_Banco_NoAcreed* que es la propiedad de los bancos cuando ninguno de ellos es acreedor y *Prop_Banco_Acreed* que es la propiedad de los bancos cuando hay alguno que es acreedor. Siguiendo la misma lógica para cajas definimos las variables *Prop_Caja_NoAcreed* y *Prop_Caja_Acreed*.

Complementamos las anteriores variables de propiedad de instituciones financieras con otras con objeto de enriquecer la caracterización de la estructura de propiedad de las empresas y poder testar parte de nuestras hipótesis:

Num_InstFinProp es el número de bancos y cajas propietarios. Con esta variable podemos testar la segunda parte de la Hipótesis 1.

Particip_Blockholder es la participación total de los accionistas que tienen un mínimo de un 5%. Con esta variable se recoge la información de la presencia de otros accionistas significativos al margen de las instituciones financieras.

Variables de estructura financiera

Con objeto de capturar la dimensión acreedora de las instituciones financieras, utilizamos las siguientes variables:

Deuda_InstFin es el montante total de la deuda en poder de bancos y cajas.

Siguiendo la misma lógica respecto de las variables de propiedad, complementamos esta variable financiera con dos variables adicionales para poder discriminar el efecto de los bancos del de las cajas en su papel como acreedores.

Num_InstFin es el número de instituciones financieras. Esta variable en algunas especificaciones se descompone en *Num_Bancos* es el número de acreedores bancarios y *Num_Caja* es el número de cajas. Con estas variables podremos testar la segunda parte de la Hipótesis 2.

Otros controles

Tamaño es el número de empleados; *Edad* es directamente la edad de la empresa. Sin duda, ambas variables pueden afectar a los incentivos para realizar manipulación de beneficios ya que las mayores empresas y/o las más viejas poseen una mayor cantidad de mecanismos a través de los cuales poder llevar a cabo tales manipulaciones. Además, este tipo de empresas tienen el suficiente poder de negociación en frente de determinados agentes tales como sus proveedores y pueden imponer un esquema de pagos lo suficientemente retrasado como para afectar de forma notable los ADT, con lo que el riesgo de ajuste discrecional de éstos es mayor.

Solvencia_Financiera es una variable dummy que vale 1 si el ratio de cobertura está por encima de 2 y cero en caso contrario. El ratio de cobertura es el ratio entre los beneficios brutos respecto de los intereses a pagar. Cuanto mayor es este ratio, mayor es la solvencia de la empresa.³ La incorporación de esta variable pretende controlar por el factor riesgo financiero que soporta la empresa que puede incentivar prácticas de manipulación de beneficios para obtener, eventualmente, unas mejores condiciones en las refinanciaciones y con ello disminuir la presión financiera que sufren estas empresas.

I+D es el ratio entre los gastos de I+D y las ventas de la empresa y es una medida natural de las expectativas de crecimiento de la empresa. Diversos trabajos, tales como Oswald y Zarowin (2005) o Schipper (1989) muestran la relación entre la manipulación de los beneficios y actividades de I+D.

³ La elección del umbral de 2 como mínimo de solvencia ha sido empleado por otros autores como Asquith *et al.* (1994).

Desviación_Beneficios es la diferencia entre los beneficios obtenidos y el promedio de beneficios que ha obtenido la empresa a lo largo del período considerado. Esta es una variable que mide la presión que soporta la empresa fruto de la desviación entre los beneficios generados durante un año y los beneficios promedio de la serie. Conforme se produzcan desajustes entre ambas cantidades, la empresa puede tener mayor presión para manipular los beneficios y eliminar estas divergencias.

A continuación presentamos una tabla de descriptivos con los valores de las variables relevantes. A su vez, realizamos un contraste de medias de las diversas variables separando por empresas que realizan más manipulación de beneficios que la media del sector, tomando como proxy la medida de los ADD del modelo de Kothari *et al* (1995), (DManip_Benef3=1), y las que manipulan menos que la media del sector (DManip_Benef3=0).

[INSERTAR TABLA 2 AQUÍ]

De la simple inspección de la Tabla 2, puede observarse que las empresas que presentan unos mayores niveles de manipulación contable respecto de la media de su sector correspondiente, son empresas que tienen unas participaciones más elevadas de instituciones financieras. Además, estas empresas presentan unos menores niveles de deuda bancaria. Esto va en la dirección señalada por las Hipótesis 1 y 2 de la parte teórica, según la cual la relación propietaria entre instituciones financieras y empresas estimula las prácticas de manipulación de beneficios, en cambio, la relación crediticia las desincentiva. En las siguientes secciones estudiaremos con mayor profundidad este aspecto central del trabajo haciendo uso de las técnicas asociadas a los datos de panel (estimación por efectos fijos).

3.3/ Metodología de estimación de las hipótesis

Con objeto de realizar el contraste de nuestras hipótesis, presentamos la especificación básica con la que pretendemos explicar las manipulaciones de beneficios en función de la presencia de instituciones financieras. Para ello, adaptamos la especificación de Yeo *et al.* (2002), e incorporamos un conjunto de variables que permiten caracterizar la presencia de las instituciones financieras en las empresas, distinguiendo entre bancos y cajas, así como entre accionistas que no son acreedores de los que sí lo son. En concreto, la especificación básica que utilizamos es la siguiente:

$$\begin{aligned}
Manip_Benef_{it+1} = & a_1 + a_2 Prop_Caja_NoAcree_{it} + \\
& a_3 Prop_Caja_Acree_{it} + a_4 Prop_Banco_NoAcree_{it} + \\
& a_5 Prop_Banco_Acree_{it} + a_6 Num_InstFinProp_{it} + \\
& a_7 Particip_Blockholder + a_8 Deuda_InstFin_{it} + \\
& a_9 Num_Cajas_{it} + a_{10} Num_Bancos_{it} + a_{11} Tamaño_{it} + a_{12} Edad_{it} + \\
& a_{13} Solvencia_Financiera_{it} + a_{14} I+D_{it} + a_{15} Desviacion_Beneficios_{it} + h_i + e_{it}
\end{aligned}
\tag{7}$$

Además, en la especificación incorporaremos las correspondientes variables dummy sectoriales y temporales.

A partir de la especificación [7], podremos contrastar la Hipótesis 1 observando los coeficientes entre a_2 a a_5 que sean positivos. La segunda parte de la Hipótesis 1 precisa que $a_6 < 0$. Además, esperaremos a partir de la Hipótesis 4, que los coeficientes a_2 y a_3 deberían de ser mayores que los de a_4 y a_5 . El contraste de la Hipótesis 2 se realiza a partir del análisis de $a_8 < 0$ y/o $a_9 < 0$ y/o $a_{10} < 0$. Es decir, a partir del montante de la deuda bancaria o a través de la presencia en número de bancos y cajas acreedores. Por último, el contraste de la Hipótesis 3, requiere que $a_2 > a_3$ y/o $a_4 > a_5$. Es decir, la hipótesis se confirma si los coeficientes de las variables de participación de instituciones financieras que no son acreedoras sean mayores de los correspondientes a la participación de las instituciones financieras que son también acreedoras.

Es importante indicar que en la anterior especificación reconocemos dos posibles problemas de endogeneidad. En primer lugar, es posible que existan una serie de inobservables que dependan de la empresa, tales como las características del gerente, que puede explicar no sólo las manipulaciones contables en términos, por ejemplo, de un atrincheramiento gerencial (González, 2006), sino que pueden condicionar la estructura de propiedad de la empresa y la potencial presencia de instituciones financieras, las cuales conocedoras del historial pasado de este gerente pueden estar particularmente interesadas en participar en la empresa. Este tipo de características gerenciales, en principio invariantes temporalmente, están caracterizadas en la anterior especificación por el término h_i , que a partir de lo que hemos comentado puede estar correlacionado con alguna de las variables independientes de la anterior especificación – en concreto las de propiedad-. Esto genera un grave problema de sesgo en las

estimaciones, el cual trataremos de forma adecuada a partir de la utilización de estimaciones de efectos fijos –estimaciones en diferencias, que eliminan h_i .

El segundo problema de endogeneidad surge como consecuencia de que la propia manipulación contable de los beneficios puede ser llevada a cabo con objeto de atraer a determinados tipos de inversores. En esta línea, Bushee y Noe (2000) así como Healy *et al.* (1999) encuentran que aquellas empresas que son más estrictas en la información contable que revelan, atraen en mayor medida a inversores de tipo institucional. En esta línea, las instituciones financieras podrían participar en aquellas empresas que realicen menos prácticas de manipulaciones de beneficios. Esto llevaría a un claro problema de endogeneidad entre la variable dependiente y las variables de estructura de propiedad. Este problema, también podría afectar a otras variables tales como la deuda bancaria o las inversiones en I+D. En este último caso, tal como hemos señalado anteriormente, autores como Oswald y Zarowin (2005) o Schipper (1989) muestran que existe la relación entre la manipulación de los beneficios y actividades reales tales como la inversión en I+D. Con objeto de tratar de forma adecuada este segundo problema de endogeneidad, hemos adelantado 1 periodo la variable dependiente de manipulación de beneficios. Por tanto, trataremos de forma sistemática ambos problemas de endogeneidad utilizando estimaciones de efectos fijos en las que adelantaremos la variable dependiente 1 período.

4/ RESULTADOS

En la Tabla 3, realizamos la estimación de las 4 medidas de manipulación de beneficios que hemos definido a partir de los modelos de Jones (1991) -Manip_Benef1-; de Dechow *et al.* (1995) -Manip_Benef2; de Kothari *et al.* (2005) -Manip_Benef3; y de Ball y Shivakumar (2006) -Manip_Benef4, en función de las variables agregadas de participación de las instituciones financieras.

[INSERTAR TABLA 3 AQUÍ]

Los resultados de esta tabla indican claramente que la presencia de las instituciones financieras estimula las prácticas de manipulaciones de beneficios por parte de las empresas participadas. Además, el número de accionistas tienen un efecto desincentivador respecto de la implementación de tales prácticas de manipulación de

beneficios. Esto apoya plenamente la Hipótesis 1, y es una constatación de la existencia del anteriormente referido efecto de negociación –*bargaining effect*– (Gomes y Novaes, 2005). Este efecto previene iniciativas de expropiación –que son un claro determinante de *earnings management*– por parte de los accionistas mayoritarios a los minoritarios, ya que el acuerdo es más difícil cuando existe un mayor número de accionistas.

Cuando analizamos la dimensión acreedora de las entidades financieras, encontramos que la presencia de entidades de crédito –medida a través de su número– tiene un efecto negativo en los *earnings management*. Esto daría soporte a la Hipótesis 2. Respecto del total de la deuda, aquí encontramos un efecto ligeramente negativo. Hay que indicar que en el montante de la deuda confluyen dos efectos. Por una parte el efecto acreedor de la entidades financieras, que esperamos que sea negativo, y por otra parte el efecto incentivador asociado al riesgo debido a la existencia de un alto volumen de deuda bancaria.

Por último, respecto del resto de variables de control, la única que aparece como significativa en las diversas especificaciones es la *edad*, que muestra un efecto negativo sobre la manipulación de beneficios.

Con objeto de contrastar el resto de hipótesis y realizar un análisis más detallado de las características de las entidades financieras, en la Tabla 4, presentamos los resultados de estimar una especificación similar a la de la Tabla 3, pero separando entre bancos y cajas, así como entre entidades financieras que además de propietarias son también acreedoras respecto de las que sólo son propietarias. Estos resultados son los que corresponden a la especificación [7].

[INSERTAR TABLA 4 AQUÍ]

Los resultados indican que las cajas a diferencia de los bancos son las instituciones que estimulan las prácticas de manipulación de beneficios de sus empresas participadas. Esto confirma la Hipótesis 4. Además, si a la condición de propietarios se le añade la condición de acreedor, encontramos un efecto diferencialmente más desincentivador de los *earnings management* cuando las entidades financieras son propietarias y acreedoras en comparación con aquellas que son sólo propietarias. Esto confirma la Hipótesis 3.

Por otra parte, es importante indicar que el anterior efecto diferencial tiene un matiz distinto para bancos y cajas. En el caso de cajas, si éstas son sólo propietarios, su

participación estimula los *earnings managements*; sin embargo, si también son acreedoras, su efecto es neutro (se pasa de efecto positivo a neutro). Sin embargo, en el caso de los bancos su efecto como propietarios exclusivos es neutro, sin embargo, si a esta condición se le une la de acreedor, entonces el efecto es negativo (en este caso el efecto diferencial negativo consiste en pasar de neutro a negativo). Esto confirma que la bondad de la condición acreedora como fuente desincentivadora de las manipulaciones de beneficios por parte de las instituciones financieras propietarias, se mantiene tanto para bancos como para cajas.

Respecto de la dimensión acreedora de las entidades financieras, encontramos que, si bien el número de bancos acreedores, desincentiva los *earnings management* en las empresas, esto no ocurre lo mismo con las cajas. También en algunas especificaciones, la variable deuda tiene un efecto negativo. En suma, estos resultados parecen indicar que las cajas son “peores” que los bancos respecto a la promoción de prácticas de manipulación contable tanto en su dimensión de propietarias como de acreedoras y que, en cualquier caso, el unir ambas condiciones de propietario y acreedor, tiene un efecto amortiguador respecto del estímulo de estas prácticas.

Por último, analizando el resto de variables de control podemos concluir que las mayores empresas y las más jóvenes son las que manipulan más. Es de esperar que estas empresas sean de crecimiento, las cuales la literatura (Jones, 1991) ha señalado como candidatas naturales para implementar prácticas de discrecionalidad en los ajustes por devengo.


5/. CONCLUSIONES E INVESTIGACIONES FUTURAS

En este trabajo hemos investigado el efecto de las entidades financieras en la promoción de prácticas de manipulación de beneficios en las empresas con las que tienen una relación, bien sea de participación accionarial o de tipo crediticio. Además, a un segundo nivel, hemos distinguido entre bancos y cajas con objeto de estudiar la existencia de posibles efectos diferenciales.

La teoría que hemos desarrollado nos lleva a postular que en el contexto de países de tipo europeo-continental, en los que el principal problema de agencia que surge en la empresa es entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, la presencia de entidades financieras exacerba este problema. Esto tiene como consecuencia unas superiores prácticas de manipulaciones de beneficios con objeto de poder enmascarar

estas prácticas e implementar con menos restricciones las estrategias expropiadoras. Sin embargo, si nos centramos en su dimensión acreedora, las instituciones financieras tienen todos los incentivos para supervisar a la gerencia y con ella evitar estas prácticas de manipulación de beneficios ya que incrementan el riesgo de impago a largo plazo. Por otra parte si las instituciones financieras combinan su role propietario con el de acreedor, entonces el efecto incentivador de los *earnings management* fruto de su dimensión como propietarios se ve disminuida ya que los costes de la expropiación y de la manipulación de beneficios, que afecta al conjunto de *stakeholders* de la empresa son más elevados; lo que desincentivaría tales prácticas. Por último, el menor control en sus formas de gobierno de las cajas en comparación con los bancos, explicaría sus superiores impulsos para incentivar las manipulaciones de beneficios en sus empresas participadas.

El contraste de esta teoría se realiza utilizando una base de datos de 13247 empresas españolas para el periodo 1996-2000. El resultado de los tests empíricos implementados, permiten concluir que existe la siguiente gradación respecto de la estrategia de estímulo de los *earnings management* en las empresas participadas:

Desincentivan Manip_Benef (-)		Incentivan Manip_Benef (+)	
			
BANCO PROPIETARIO Y ACREEDOR	BANCO PROPIETARIO Y NO ACREEDOR	CAJA PROPIETARIA Y ACREEDORA	CAJA PROPIETARIA Y NO ACREEDORA

Es decir, que entre las entidades financieras que participan como accionistas de referencia (*blockholders*), debería de tratar de promoverse su condición de acreedoras. Esto actuaría como un freno natural a las prácticas de manipulaciones contables de beneficios. Obviamente, esta estrategia tiene sus riesgos ya que al dotar a las entidades financieras de mayores canales expropiadores (a través de la relación propietaria así como acreedora), las instituciones financieras también pueden expropiar a los minoritarios prestando a tipos de interés por encima del nivel del mercado y después pueden tratar de manipular los beneficios con objeto de enmascarar estas prácticas. Un posible remedio a esto, y que es un resultado que también hemos encontrado en el

trabajo, consiste en estimular tanto el número de entidades financieras propietarias como el número de acreedores. Este hecho desincentiva la implementación de estrategias de expropiación por la existencia de un efecto de negociación que dificulta la concreción de una estrategia de expropiación cuando se incrementa el número de agentes con los que hay que negociar. Además, el incremento en el número de acreedores, estimula la competencia entre entidades financieras, lo que neutraliza el canal crediticio como alternativa sobre la que definir una estrategia de expropiación que acaba redundando en prácticas de manipulación de beneficios.

Nuestro trabajo obtiene un resultado que es opuesto a algunos trabajos como (Xie *et al.* 2003) donde obtienen una relación negativa entre presencia de consejeros procedentes de instituciones financieras y manipulación de beneficios en las empresas participadas. Argumentamos esta discrepancia en términos teóricos y metodológicos. En primer lugar, nuestro estudio se centra en un país de tipo europeo continental en el que el principal problema de agencia en el seno de la empresa, debido a la alta concentración de la propiedad, es el que existe entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios. Esto difiere de la situación en países de corte anglosajón, donde se han llevado a cabo este tipo de estudios, en los que el principal problema de agencia es entre accionistas y gerentes. Lo relevante es que la presencia de instituciones financieras exacerba el primer tipo de problema de agencia mientras que reduce el segundo, de ahí que es esperable que el efecto de la presencia bancaria en la manipulación de los beneficios, que no es más que la consecuencia de problemas de agencia existentes en la empresa, sea positiva en los países, como España, de tipo Europeo continental y sea negativa en los países de tipo anglosajón. La segunda explicación de esta discrepancia es metodológica. Hemos argumentado que hay una causalidad inversa evidente que explica la estructura de propiedad en función de la manipulación de beneficios, de tal forma que los bancos se ven atraídos por aquellas empresas que manipulan menos los beneficios (Bushee y Noe, 2000; así como Healy *et al.*, 1999). Esto significa que el signo negativo encontrado en la mayoría de los estudios no sería más que el reflejo de esta causalidad inversa, de ahí la importancia de eliminar este problema de endogeneidad, adelantando la variable dependiente, tal como se ha realizado en este trabajo.

Por último, y como mensaje final de este trabajo, pensamos que no sólo se debe de tratar de conjuntar las dimensiones de propietario y acreedor de las entidades financieras así como de estimular la presencia de un mayor número de entidades

financieras en cada empresa, sino que se debe de tratar de mejorar el gobierno corporativo de las propias entidades financieras, ya que esto, en última instancia, desincentivará la implementación de malas prácticas en las empresas participadas. No es casualidad que hayamos obtenido que las cajas como propietarias sean peores que los bancos respecto de la promoción de prácticas de manipulación de beneficios. Las malas prácticas de gobierno de las cajas, fruto de su falta de escrutinio por parte de los accionistas, tienen un reflejo en las malas prácticas en sus empresas participadas. Investigar con mayor detenimiento como se lleva a cabo la transmisión de estos comportamientos entre instituciones financieras y empresas participadas será la materia para investigaciones futuras.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Analistas Financieros Internacionales, AFI (2003): El presente y el futuro de las cajas de ahorros, Serie de Estudios Sectoriales, Fundación Caixa Galicia, La Coruña.

Arrondo, R., 2002. Efectos riqueza asociados al empleo de activos financieros: asimetría informativa y costes de agencia, Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa 15, 137-156.

Asquith, P., Gertner, R., y D. Scharfstein, 1994. Anatomy of financial distress: an examination of Junk-Bond issuers, Quarterly Journal of Economics 109, 625-658.

Ball, R., Kothari, S., A. Robin, 2000. The effect of institutional factors on properties of accounting earnings, Journal of Accounting & Economics 29, 1-51.

Ball, R., y L. Shivakumar, 2006. The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition, Journal of Accounting Research 44(2), 207-242.

Bauwhede, H., Willekens, M., y A. Gaeremynck, 2003. Audit firm size, public ownership, and firms' discretionary accruals management, The International Journal of Accounting 38, 1-22.

Beasley, M.S., 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud, Accounting Review 71, 443-465.

Bennedsen, M. and Wolfenzon, D. (2000) The Balance of Power in Closely Held Corporations, Journal of Financial Economics, 58(1-2), pp. 113-139.

Berglöf, E., 1997. Reforming corporate governance: redirecting the European agenda. Economic Policy (April), 93-123.

Berlin, M, John, K., y A. Saunders, 1996. Bank equity stakes in borrowing firms and financial distress, Review of Financial Studies 9, 889-919.

Blasco, N., y V. Pelegrín, 2005. El alisamiento de beneficios en las cajas de ahorros españolas: cuantificación e instrumentos, Moneda y Crédito 221, 69-104.

Burgstahler, D., Hail, L. Leuz, C. (2006) The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. The Accounting Review, Octubre.

Bushee, B.J., 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior, The Accounting Review 73, 305-333.

Bushee, B. J. y Noe, C. F. (2000) "Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility". Journal of Accounting Research 38; 171-202.

Casasola, M. y Tribó, J. (2004) Banks as blockholders, WP 04-01 (01) Business Economics Series de la Universidad Carlos III.

Crespí, R. y M.A García-Cestona, 2001. Ownership and control of Spanish listed firms, en F. Barca y M. Becht (editores), *The control of corporate Europe*, 207-227, Oxford University Press, Oxford.

Crespí, R. y M.A García-Cestona, 2002. Propiedad y control: una perspectiva europea, *Ekonomiaz* 50(2), 110-137.

Crespí, R., García-Cestona, M.A., y V. Salas, 2004. Governance mechanisms in Spanish banks. Does ownership matter?, *Journal of Banking & Finance* 28, 2311-2330.

Cuervo, A., Fernández, A.I., y S. Gómez, 2002. Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el mercado de control en entornos de baja protección del inversor, *Ekonomiaz* 50(2), 54-73.

Cuervo-Cazurra, A., 1999. Grandes accionistas y beneficios privados: el caso de bancos como accionistas de empresas no financieras, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* 5, 21-44.

Davidson III, W. N., Jiraporn, P., Kim, Y. S. y C. Nemec, 2004. Earnings management following duality-creating successions: ethnostatistics, impression management, and agency theory, *Academy of Management Journal* 47(2), 267-275.

Dechow, P., Sloan, R., y A. Sweeney, 1995. Detecting earnings management, *The Accounting Review* 70, 193-225.

Fan, J.P.H., y T.J. Wong, 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia, *Journal of Accounting and Economics* 33, 401-425.

Franks, J., y C. Mayer, 1997. Corporate ownership and control in the UK, Germany and France, en D.H. Chew (editor), *Studies in international corporate governance and governance systems*, Oxford University Press, New York.

García Osma, B. y Gill de Albornoz, B. 2005. El Gobierno Corporativo y las prácticas de Earnings Management: Evidencia Empírica para España. Documento de Trabajo IVIE (WP-EC 2005-11).

García-Cestona, M.A., y J. Surroca, 2006. Evaluación de la eficiencia con múltiples fines: una aplicación a las cajas de ahorro, *Revista de Economía Aplicada* 40, 67-89.

Gaver, J.J., Gaver, K. y Austin, J. 1995. "Additional evidence on bonus plans and income management", *Journal of Accounting and Economics*, vol.19, núm.1: 3-28

Giner, E., y V. Salas, 1997. Sensibilidad de la inversión a las variables financieras: la hipótesis de sobreinversión, *Revista Española de Economía* 14, 215-227.

Gomes, A. R., Novaes, W., 2005. Sharing of control as a corporate governance mechanism, *PIER Working Paper* No 1-12.

González, V, M. 2006. Bank ownership and informativeness of earnings. Fundación de las Cajas de Ahorro, Documento de Trabajo 234/2006

González, V.M., 1997. La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones, *Investigaciones Económicas* 21, 111-128.

Healy, P., y K. Palepu, 1995. The challenges of investor communication: the case of CUC International, Inc., *Journal of Accounting and Economics* 38, 111-140.

Healy, P.; Hutton, A.; Palepu, K. (1999) "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Increases in Disclosure". *Contemporary Accounting Research* 16; 485-520.

Healy, P.M., y J.M. Wahlen, 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting, *Accounting Horizons* 13, 365-383.

Hsu, G., y P. Koh, 2005. Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia, *Corporate Governance: An International Review* 13(6), 809-823.

James, C.M., y P. Wier, 1987. Returns to acquirers and competition in the acquisition market: the case of banking, *Journal of Political Economy* 95, 355-370.

Jones, J., 1991. Earnings management during import relief investigations, *Journal of Accounting Research* 29, 193-228.

Klein, A., 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management, *Journal of Accounting and Economics* 33, 375-400.

Kothari, S.P., Leone, A.J., y C.E. Wasley, 2005. Performance matched discretionary accrual measures, *Journal of Accounting and Economics* 39, 163-197.

Kroszner, R. y Strahan, A., 2001. Bankers on boards: Monitoring, conflicts of interests, and lender liability, *Journal of Financial Economics*, 62, pp. 415-452.

La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., y R. Vishny, 1997. Legal determinants of external finance, *The Journal of Finance* 52, 1131-1150.

Leuz, C., Nanda, D., y P. Wysocki, 2003. Earnings management and investors protection: an international comparison, *Journal of Financial Economics* 69, 505-527.

Oswald, D. R. and Zarowin, P. 2005. Capitalization vs expending of R&D and earnings management, Working Paper London Business School.

Park, Y.W., y H. Shin, 2004. Board composition and earnings management in Canada, *Journal of Corporate Finance* 10, 431-457.

Peasnell, K.V., Pope, P.F. y Young, S. 2000. Accrual management to meet earnings targets: UK evidence Pre- and Post- Cadbury, *British Accounting Review*, vol.32, núm.4: 415-445.

Peasnell, K.V., Pope, P.F., y S. Young, 2005. Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals?, *Journal of Business Finance and Accounting* 32(7), 1311-1346.

Petersen, M.A., y R.G. Rajan, 1994. The benefits of lending relationships: evidence from small business data, *Journal of Finance* 49, 3-37.

Puri, M., 1996. Commercial banks in investment banking. Conflict of interests or certification role?, *Journal of Financial Economics* 40, 373-401.

Rajgopal, S., Venkatachalam, M., y J. Jimbalvo, 1999. Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings?, documento de trabajo, University of Washington.

Rajgopal, S., Venkatachalam, M., y J. Jimbalvo, 1999. Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings?, working paper, University of Washington.

Salas, J. S., 1999. ¿Existe alisamiento del beneficio en las cajas de ahorros españolas? *Moneda y Crédito*, 209, pp.161-193.

Salas, V., 2002. El Gobierno de la Empresa, Colección Estudios Económicos nº 29, Servicio de Estudios de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, Barcelona.

Saurina, J., 1999. ¿Existe alisamiento del beneficio en las cajas de ahorros españolas?, *Moneda y Crédito* 209, 161-193.

Schipper, K. (1989) Commentary on earnings management, *Accounting Horizons*, 3, 91-102.

Shleifer, A., y R.W. Vishny, 1997. A survey of corporate governance, *The Journal of Finance* 52(2), 737-783.

Teoh, S. H., Welch, I., y T.J. Wong, 1998. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics* 50, 63.

Warfield, T.D., Wild, J.J., y K.L. Wild, 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings, *Journal of Accounting and Economics* 20, 61.

Weinstein, D.E. y Y. Yafeh, 1998. On the costs of a bank-centered financial system: evidence from the changing mainbank relations in Japan, *Journal of Finance* 53, 635-672.

Xie, B.; Davidson, W. N. DaDalt, P. J. (2003) Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance* 9, 295-316.

Yeo, G.H.H., Tan, P.M.S., Ho, K.W., y S. Chen, 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of earnings, *Journal of Business Finance and Accounting* 29(7), 1022-1046.

Zoido, E., 1998. Un estudio de participaciones accionariales de los bancos en empresas españolas, *Investigaciones Económicas* 22, 427-467.

Tabla 1: Distribución de la Variable de Manipulación de Beneficios por Sector

La variable Manip_Benef1 son los ajustes por devengo discrecionales que resultan de aplicar el modelo de Jones (1991), Manip_Benef2 son los ajustes por devengo discrecional tras aplicar el modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995), Manip_Benef3 son los correspondientes al modelo modificado de Jones que incorpora la ROA (Kothari et al., 2005), y Manip_Benef4 es el resultado de aplicar el modelo no lineal de Ball and Shivakumar (2006).

Sector CNAE 93 (1 dígito)	Observ.	Manip_Benef1		Manip_Benef2		Manip_Benef3		Manip_Benef4	
		Media	D. S	Media	D. S	Media	D. S	Media	D. S
Agricultura y ganadería (0)	256	-0.005	0.157	-0.004	0.159	-0.002	0.155	0.000	0.130
Extracciones, Materias primas y Gas (1)	2261	-0.027	0.218	-0.021	0.261	-0.023	0.216	0.000	0.195
Material de construcción, Cemento, Químicas (2)	4295	-0.002	0.166	0.006	0.209	-0.002	0.166	0.000	0.196
Metal elaborado, Mecánica (3)	1123	-0.006	0.172	0.002	0.187	-0.005	0.171	0.000	0.149
Artes gráficas, edición, Tabaco, Joyería (4)	1525	-0.037	0.395	0.003	0.421	-0.026	0.389	0.000	0.438
Obra pública, Construcción inmuebles (5)	6041	0.012	0.176	0.013	0.177	0.005	0.175	0.000	0.165
Textil, madera, muebles, bebidas (6)	938	-0.001	0.194	0.001	0.196	-0.002	0.193	0.000	0.198
Transporte, Agencias de Viaje, Correos (7)	1048	0.005	0.252	0.006	0.253	-0.002	0.248	0.000	0.258
Publicidad, Alquileres (8)	123	0.006	0.113	0.006	0.115	0.005	0.112	0.000	0.102
Sanitario, Turismo, Cine (9)	288	-0.023	0.198	-0.023	0.200	-0.024	0.197	0.000	0.183

Tabla 2: Estadísticos de las diversas variables

DManip_Benef3=1 es una variable dummy que vale 1 (0) si los ajustes por devengo discrecionales que se obtienen con el modelo de *et al* (2005) son mayores (menores) que los correspondientes a la media del sector. El resto de variables están definidas en el texto

	Media	Media condicionada a (DManip_Benef3=1)	Media condicionada a (DManip_Benef3=0)	T-test ¹
<i>Prop_InstFin</i>	25.774	29.598	19.054	3.447 (0.000)
<i>Prop_Caja_NoAcreed</i>	17.357	19.599	13.691	1.2666 (0.20)
<i>Prop_Caja_Acreed</i>	32.559	43.490	16.942	1.669 (0.115)
<i>Prop_Banco_NoAcreed</i>	14.999	18.612	9.642	2.284 (0.024)
<i>Prop_Banco_Acreed</i>	27.752	35.034	18.770	2.557 (0.013)
<i>Particip_Blockholder</i>	89.214	89.693	88.280	4.390 (0.000)
<i>Num_InstFinProp</i>	1.327	1.318	1.341	0.206 (0.837)
<i>Num_Cajas</i>	1.391	1.398	1.381	0.882 (0.377)
<i>Num_Bancos</i>	2.906	2.852	2.975	3.572 (0.000)
<i>Deuda_InstFin</i>	2445314	2097543	2936234	2.048 (0.041)
<i>Tamaño</i>	212.415	206.625	222.623	0.612 (0.540)
<i>Edad</i>	23.092	19.942	22.139	9.241 (0.000)
<i>Desviación_Beneficios</i>	0.000	0.038	-0.263	.009 (0.992)
<i>Solvencia_Financiera</i>	0.770	0.778	0.756	2.673 (0.000)

¹ p-valores entre paréntesis

Tabla 3: Determinantes de la manipulación de Beneficios.

La variable Manip_Benef1 son los ajustes por devengo discrecionales que resultan de aplicar el modelo de Jones (1991), Manip_Benef2 son los ajustes por devengo discrecional tras aplicar el modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995), Manip_Benef3 son los correspondientes al modelo modificado de Jones que incorpora la ROA (Kothari et al., 2005), y Manip_Benef4 es el resultado de aplicar el modelo no lineal de Ball and Shivakumar (2006). El resto de variables están definidas en el texto.

	Manip_Benef1	Manip_Benef2	Manip_Benef3	Manip_Benef4
<i>Prop_InstFin</i>	0.019*** (3.000)	0.020*** (3.110)	0.020*** (3.270)	0.009*** (2.770)
<i>Num_InstFinProp</i>	-0.017*** (-3.240)	-0.017*** (-3.310)	-0.017*** (-3.240)	-0.012*** (-3.700)
<i>Particip_Blockholder</i>	-0.001 (-0.270)	-0.001 (-0.240)	-0.001 (-0.290)	-0.004** (-2.060)
<i>Num_InstFin</i>	-0.012** (-1.810)	-0.012** (-1.800)	-0.012** (-1.920)	0.004** (1.960)
<i>Deuda_InstFin</i>	-0.005* (-1.570)	-0.006** (-1.910)	-0.004 (-1.340)	-0.003 (-1.270)
<i>Tamaño</i>	0.006* (1.620)	0.004 (0.980)	0.007** (2.100)	0.007*** (3.080)
<i>Edad</i>	-0.007*** (-3.570)	-0.005*** (-2.470)	-0.005*** (-2.640)	0.000 (-1.320)
<i>Solvencia_Financiera</i>	-0.001*** (-0.410)	0.000 (-0.040)	-0.002 (-0.900)	-0.003 (-1.430)
<i>I+D</i>	0.000*** (0.370)	0.000 (0.350)	0.000 (0.350)	0.000 (0.260)
<i>Desviación_Beneficios</i>	-0.053** (-0.510)	-0.050 (-0.480)	-0.050 (-0.480)	-0.133 (-1.340)
Constante	0.051*** (0.680)	0.009 (0.120)	0.009 (0.120)	0.005 (0.140)
Número de observaciones	9462	9462	9462	7142
R^2	1.18%	0.96%	1.10%	1.09%
Test de bondad de ajuste	3.62 (0.000)	2.97 (0.000)	3.38 (0.000)	2.42 (0.000)
Test de Hausman	87.22 (0.000)	67.26 (0.000)	46.88 (0.000)	37.98 (0.013)

¹***p-valor 0.01, ** p-valor 0.05, *p-valor 0.10. En paréntesis los p-valores de los coeficientes estimados

Tabla 4: Determinantes de la manipulación de Beneficios.**Desagregación entre Propietarios y Acreedores, así como bancos y cajas**

La variable Manip_Benef1 son los ajustes por devengo discrecionales que resultan de aplicar el modelo de Jones (1991), Manip_Benef2 son los ajustes por devengo discrecional tras aplicar el modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995), Manip_Benef3 son los correspondientes al modelo modificado de Jones que incorpora la ROA (Kothari et al., 2005), y Manip_Benef4 es el resultado de aplicar el modelo no lineal de Ball and Shivakumar (2006). El resto de variables están definidas en el texto.

	Manip_Benef1	Manip_Benef2	Manip_Benef3	Manip_Benef4
<i>Prop_Caja_NoAcreed</i>	0.009*** (2.660)	0.009*** (2.670)	0.009*** (2.620)	0.009*** (2.570)
<i>Prop_Caja_Acreed</i>	0.006 (1.100)	0.006 (1.060)	0.006 (1.120)	0.011* (1.670)
<i>Prop_Banco_NoAcreed</i>	0.001 (0.270)	0.001 (0.260)	0.001 (0.320)	-0.002 (-0.420)
<i>Prop_Banco_Acreed</i>	-0.047*** (-2.950)	-0.046*** (-2.850)	-0.045*** (-2.810)	-0.106*** (-3.250)
<i>Num_InstFinProp</i>	-0.008* (-1.550)	-0.008* (-1.600)	-0.008 (-1.490)	-0.010 (-1.480)
<i>Particip_Blockholder</i>	-0.001 (-0.140)	-0.001 (-0.110)	-0.001 (-0.150)	-0.004 (-0.680)
<i>Num_Cajas</i>	0.006 (1.060)	0.007 (1.170)	0.005 (0.990)	0.006 (0.890)
<i>Num_Bancos</i>	-0.017*** (-2.560)	-0.017*** (-2.610)	-0.017*** (-2.630)	-0.021*** (-2.630)
<i>Deuda_InstFin</i>	-0.005* (-1.570)	-0.006** (-1.910)	-0.004 (-1.340)	-0.007** (-2.060)
<i>Tamaño</i>	0.006* (1.590)	0.003 (0.950)	0.007** (2.060)	0.010*** (2.380)
<i>Edad</i>	-0.007*** (-3.630)	-0.005*** (-2.530)	-0.006*** (-2.700)	0.000 (-0.070)
<i>Solvencia_Financiera</i>	-0.001 (-0.480)	0.000 (-0.110)	-0.003 (-0.970)	0.001 (0.340)
<i>I+D</i>	0.000 (0.360)	0.000 (0.340)	0.000 (0.330)	0.001 (0.410)
<i>Desviación_Beneficios</i>	-0.056 (-0.540)	-0.054 (-0.510)	-0.053 (-0.510)	-0.073 (-0.630)
Constante	0.052 (0.690)	0.010 (0.130)	0.010 (0.130)	-0.044 (-0.440)
Número de observaciones	9462	9462	9462	7142
R^2	1.34%	1.11%	1.22%	1.37%
Test de bondad de ajuste	3.46 (0.000)	2.88 (0.000)	3.15 (0.000)	2.56 (0.000)
Test de Hausman	98.22 (0.000)	77.83 (0.000)	59.06 (0.000)	51.14 (0.013)

***p-valor 0.01, ** p-valor 0.05, *p-valor 0.10. En paréntesis los p-valores de los coeficientes estimados